

## **УПРАВЛЕНИЕ, ОСНОВАННОЕ НА СТОИМОСТИ, В ПРАКТИКЕ РОССИЙСКОГО МЕНЕДЖМЕНТА**

© 2009 А.П. Жабин, Е.А. Кандрашина\*

**Ключевые слова:** стоимость бизнеса, управление, стоимость, инвестиционная стоимость, рыночная стоимость, инвестиции.

Показатель стоимости бизнеса используется менеджерами при принятии стратегических решений, а собственниками - при оценке работы менеджмента. Максимизация стоимости компании принимается за ключевую цель. В основе концепции управления, основанного на стоимости, лежит доходный подход, который представляет собой частный случай инвестиционного анализа. В качестве объектов управления выступают компоненты модели денежного потока.

Процесс интеграции российской экономики в мировую рыночную систему протекает не только в материальной сфере, но и оказывает влияние на систему корпоративного мышления, вследствие чего все большее число российских компаний управляются с использованием стоимостных оценок предлагаемых стратегий развития.

Value-Based Management (наиболее подходящий перевод данного термина - управление, нацеленное на создание стоимости) - концепция управления, направленная на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации усилий всех лиц, принимающих решения, на ключевых факторах стоимости, появилась в 1990-х гг. В рамках данной концепции главная цель управления бизнесом определяется как максимизация его стоимости для собственников.

Создание стоимости требует привлечения инвестиционных ресурсов. Для этого компаниям необходимо формировать инвестиционную привлекательность - способность заинтересовывать инвесторов вкладывать средства в бизнес. Инвесторы, осуществляя инвестиции путем приобретения прав участия в капитале юридического лица - компании, становятся собственниками бизнеса. Для них этот бизнес является инвестиционным товаром, т.е. товаром, в который капитал вкладывается ради получения отдачи в будущем, при этом величина ожидаемой отдачи не известна, зависит от ситуации на рынке и качества управленческих решений и, соответственно, имеет вероятностный характер.

Формирование концепции VBM явилось естественным следствием развития финансовых рынков и активного привлечения средств широкого круга инвесторов. Возрастание значимости их интересов привело к принципиально важному с методологической точки зрения изменению критерия эффективности функционирования бизнеса. Ранее основным показателем эффективности деятельности была прибыль - финансовый результат, формируемый в соответствии с правилами бухгалтерского учета и выступающий в качестве элемента пассивов компании (юридического лица), т.е. одним из источников ее финансовых ресурсов, за счет которых формируются активы - доходообразующее имущество. Для собственников наиболее значимым финансовым результатом функционирования бизнеса является свободный (чистый) денежный поток. Этот финансовый результат обеспечивает прирост активов компании - денежных средств, которые можно изъять и обеспечить тем самым возврат инвестиций и их окупаемость. С этой точки зрения, ценность бизнеса заключается в его способности использовать материальные и нематериальные активы компании для генерирования денежных потоков, превышающих затраты на формирование этих активов за счет различных источников финансирования, в течение неограниченного периода времени. Эта способность и определяет стоимость бизнеса для собственника.

Соответственно, стоимость компании стала ключевым критерием оптимальности принимаемых управленческих решений. Для соб-

\* Жабин Александр Петрович, доктор экономических наук, профессор, зав. кафедрой менеджмента, ректор Самарского государственного экономического университета; Кандрашина Елена Александровна, доктор экономических наук, доцент Самарского государственного экономического университета. E-mail: el.ka2003@mail.ru.

ственников вложение средств в компанию окажется максимально выгодным в том случае, если менеджеры будут объективно оценивать стоимость бизнеса и эффективно управлять ею. Концепция VBM предполагает, что показатель стоимости бизнеса используется менеджерами при принятии стратегических решений, а собственниками - при оценке работы менеджмента.

Таким образом, и собственников, и менеджеров интересует динамика стоимости бизнеса.

В оценочной деятельности используются три подхода к определению стоимости бизнеса и составляющего его имущества:

- ♦ затратный подход (подход на основе активов), основанный на теориях факторов производства;

- ♦ рыночный подход, основанный на экономической теории взаимодействия спроса и предложения;

- ♦ доходный подход, основанный на теории полезности.

**Затратный** подход - совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении затрат, необходимых для его восстановления либо замещения с учетом износа. **Подход на основе активов** строится на утверждении, что бизнес стоит столько, сколько стоят в существующих сегодня ценах составляющие его активы за вычетом обязательств.

**Рыночный** (сравнительный) подход объединяет методы оценки стоимости объекта, основанные на его сравнении с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними. Этот подход учитывает текущие действия продавцов и покупателей и внешние факторы, в которых функционирует объект - например, предприятие, такие как специфика отрасли, региона, правовой среды. Предполагается, что рациональный покупатель не заплатит за конкретный объект больше, чем обойдется приобретение объекта, обладающего для покупателя той же полезностью. Так, информированный инвестор всегда рассматривает альтернативные варианты вложения капитала, сравнивает нормы прибыли, сроки окупаемости инвестиций для различных проектов, учитывая при этом налоговые преимущества, затраты на управление и другие факторы.

**Доходный** подход представляет совокупность методов, основанных на анализе прогноза потока доходов от использования объекта. Этот подход строится на утверждении, что имущество стоит столько, сколько сегодня стоит приносимый им будущий чистый доход или денежный поток. Для реализации методов доходного подхода требуется, во-первых, построение модели будущих доходов и, во-вторых, определение текущей стоимости этого будущего денежного потока с учетом изменения стоимости денег во времени.

Какой из подходов будет наиболее применим для решения конкретной оценочной задачи, зависит от вида стоимости объекта, которую надо определить; а также от характеристик самого оцениваемого объекта. В основе концепции VBM лежит доходный подход, что обусловлено его методологической основой.

Доходный подход представляет собой инвестиционный анализ, направленный на определение величины инвестиций в объект - источник дохода, оправданной с точки зрения ожидаемых доходов, рисков и требуемой инвестором (покупателем) нормы отдачи на вложенный капитал. Эта сумма инвестиций и будет представлять собой стоимость объекта.

Для того чтобы собственники получили доход, их средства должны быть трансформированы в активы бизнеса. Это требует последовательного осуществления инвестиций. На первом этапе собственники осуществляют финансовые инвестиции, приобретая права участия в юридическом лице, осуществляющем предпринимательскую деятельность (осуществляющем бизнес). На втором этапе менеджеры этого юридического лица принимают решения об осуществлении реальных инвестиций, т.е. о создании активов, деловой оборот которых генерирует денежные потоки и формирует добавленную стоимость и прибыль. Для осуществления реальных инвестиций используются как средства собственников, так и заемные источники.

Соответственно этому стоимость бизнеса может быть определена для инвестированного (бездолгового) и для полного капитала.

Стоимость бизнеса, определенная на основе инвестированного (бездолгового) капи-

тала, важна в первую очередь для собственников. Этот показатель используется инвесторами для определения стоимости бизнеса в целях совершения сделки слияния, поглощения или покупки компании, которая может осуществляться в том числе и с помощью привлечения заемных средств. Расчет стоимости в этом случае делается на основе денежных потоков, опосредующих кругооборот активов компании, т.е. денежных потоков по основной и инвестиционной деятельности. Будущие денежные потоки приводятся к их современной стоимости с помощью процедуры дисконтирования. Для определения ставки дисконтирования в данном случае используется модель средневзвешенной стоимости капитала.

При определении стоимости бизнеса на основе полного капитала учитывается весь объем используемых источников финансирования - как собственных, так и заемных. Соответственно, в расчет включаются все денежные потоки: и по основной, и по инвестиционной, и по финансовой деятельности. В качестве ставки дисконтирования в данном случае может использоваться норма доходности, приемлемая для собственника бизнеса, претендующего на остаточный после выполнения всех финансовых обязательств денежный поток. Требуемая собственником норма дохода должна учитывать его индивидуальную оценку уровня риска. Наиболее предпочтительным в такой ситуации способом расчета ставки дисконтирования является модель оценки капитальных активов CAPM. Полученная информация имеет ценность для менеджеров, управляющих компанией на основе концепции VBM.

Следует особо отметить, что управление стоимостью не должно сводиться к методологии стоимостной оценки. В управлении, нацеленном на создание стоимости, можно выделить две составляющие: стоимостное мышление лиц, принимающих решения, и управленческие процессы, переводящие это мышление в действие. Стоимостное мышление заключается в том, что максимизация стоимости компании принимается за ключевую цель. Однако невозможно управлять непосредственно стоимостью. Необходимо определить конкретные объекты управления - факторы создания стоимости, на которые

можно влиять. Такими объектами являются компоненты модели денежного потока.

В рамках основной деятельности управление стоимостью бизнеса осуществляется посредством управления:

- ♦ операционным и финансовым циклами с целью оптимизации сроков оборачиваемости и, соответственно, объемов использования оборотного капитала;

- ♦ денежными средствами с целью поддержания устойчивой платежеспособности компании в долгосрочной перспективе;

- ♦ издержками с целью обеспечения максимального уровня отдачи от используемых ресурсов.

При управлении инвестиционной деятельностью необходимо рассматривать как возможности осуществления инвестиций, направленных на расширение бизнеса (в первую очередь увеличение выпуска наиболее рентабельных видов продукции), так и возможности проведения деинвестиций - продажи избыточных активов, в целях сокращения бизнеса.

В рамках управления финансовой деятельностью необходимо учитывать, как будут меняться условия (в первую очередь, стоимость) используемых финансовых ресурсов при изменении их объема и структуры, и оценивать влияние различных способов финансирования деятельности компании на конечную величину ее стоимости.

Как уже было отмечено, имущество и имущественные права становятся источником дохода в результате осуществленных инвестиций. Если кто-то видит новые способы использования данного имущества, новые возможности развития бизнеса, приносящие большой доход, то право собственности на это имущество, на этот бизнес может стать предметом обмена.

Соответственно, необходимо различать рыночную стоимость - стоимость в обмене, и инвестиционную стоимость - стоимость в пользовании.

Рыночная стоимость объекта (имущества или имущественных прав) определяется как наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены

сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства<sup>1</sup>.

Инвестиционная стоимость объекта определяется как стоимость объекта для конкретного лица при установленных данным лицом инвестиционных целях использования объекта<sup>2</sup>.

Наиболее выражено различие в рыночной и инвестиционной стоимости имущества при наличии альтернативных вариантов его использования. Каждый вариант использования объекта будет обеспечивать определенный поток будущих доходов и, соответственно, величину инвестиционной стоимости - другими словами, сумму инвестиций, оправданную с точки зрения конкретного инвестора. Типичным примером таких ситуаций является, например, поиск наилучшего стратегического партнера для развития бизнеса - максимальную инвестиционную стоимость этот бизнес будет иметь для партнера, ожидающего получение наибольшего корпоративного эффекта, иначе говоря, синергического эффекта, возникающего в результате интеграции бизнеса.

Таким образом, инвестиционная стоимость - это стоимость отдельного предприятия как элемента системы высшего порядка - общего бизнеса собственника. Для собственника функционирование конкретного предприятия выступает средством реализации его общих стратегических целей. Интеграция этого предприятия с другими может создавать дополнительную стоимость за счет возникновения корпоративного эффекта. Концепция управления, основанного на стоимости, лежит в основе всех процессов реструктуризации - направленных как на интеграцию, так и на дезинтеграцию бизнес-структур. Все планируемые мероприятия (слияния, поглощения, продажа или ликвидация подразделений) должны быть предварительно оценены с точки зрения приращения общей стоимости бизнеса, а соответственно, богатства его собственников.

Глобализация экономики и повышение интенсивности конкуренции приводит к необходимости укрепления конкурентных позиций предприятий. Одним из инструментов получения дополнительных конкурентных преимуществ является интеграция бизнеса, которая может происходить путем слияний и поглощений. Количество сделок слияния и поглощения во всем мире растет с каждым годом в геометрической прогрессии. В России также наблюдается заметная активизация процессов интеграции бизнеса. Журнал "Слияния и Поглощения" начиная с января 2003 г. ведет статистику сделок M&A с участием российских компаний (см. таблицу).

Наибольшая активность наблюдалась в таких отраслях, как пищевая промышленность, добыча полезных ископаемых, нефтегазовая промышленность, машиностроение, металлургия, связь, транспорт, строительство, финансы, торговля, услуги.

Кроме того, российские предприниматели активно приобретают зарубежные активы. В первую очередь это характерно для таких отраслей, как металлургия и связь.

Важнейшим показателем при слияниях и поглощениях является эффект синергии - дополнительная стоимость компании, созданной в результате объединения. Можно выделить несколько источников создания стоимости при слияниях и поглощениях:

1. Экономия от масштаба - за счет эффекта масштаба происходит снижение удельного веса постоянных затрат в себестоимости производимой объединенной компанией продукции.

2. Вертикальная интеграция - эффект объединения проявляется в сокращении транзакционных издержек.

3. Увеличение доходов - этот эффект достигается благодаря более широкому охвату рынка и предложения потребителям расширенного ассортимента. Эффект масштаба

**Данные по сделкам M&A с участием российских компаний\***

Период	Число сделок	Сумма, млн. долл.
2003 г.	180	19 349,8
2004 г.	238	22 862,6
2005 г.	273	32 482,16
2006 г.	344	42 277,28
2007 г.	486	122 163,0
2008 г.	380	77 556,50

\* M&A. Режим размещения: <http://www.ma-journal.ru/statma>.

и/или вертикальная интеграция могут позволить снизить цены, что при высокой эластичности спроса по цене также будет способствовать увеличению объема продаж.

4. Усовершенствование процессов - вновь созданная компания имеет уникальную возможность объединить наиболее успешные и эффективные технологии обеих компаний, что будет способствовать повышению производительности.

5. Финансовая экономия - эффект может возникнуть благодаря тому, что одна из объединяемых компаний имеет доступ к более дешевым финансовым ресурсам.

Инициатором слияний и поглощений в большинстве случаев является более крупная компания, обладающая инвестиционными ресурсами. При слияниях собственники (акционеры) приобретаемой компании становятся владельцами прав участия (акций) объединенной компании вместе с собственниками компании - инициатора объединения. При этом права участия обмениваются в определенной пропорции. При поглощении права участия (акции) собственников поглощаемой компании выкупаются компанией - инициатором объединения на договорной основе. И в том и в другом случаях, для того чтобы заинтересовать собственников присоединяемой компании в совершении сделки, им необходимо обеспечить дополнительный доход - предложить премию к рыночной стоимости прав их участия в бизнесе.

Принимая решение о целесообразности развития бизнеса за счет слияний и поглощений, необходимо сопоставлять ожидаемый синергический эффект с премией, которую выплачивает инициатор объединения. Премия представляет собой разницу между инвестиционной и рыночной стоимостью бизнеса.

Рыночная стоимость - это наиболее вероятная цена сделки между типичными продавцом и покупателем, т.е. это стоимость бизнеса без учета синергического эффекта.

Инвестиционная стоимость определяется каждым инвестором индивидуально, исходя из ожидаемых выгод. Объем синергического эффекта при присоединении компании к разным партнерам будет различным. Таким образом, продавцу целесообразно найти покупателя, для которого эффект от присоединения бизнеса продавца будет максимальным. В этом случае покупатель будет готов заплатить наибольшую сумму.

Собственники присоединяемого бизнеса получают выгоду в момент совершения сделки. Собственникам и менеджерам компании - инициатора объединения - необходимо приложить усилия для того, чтобы реализовать тот распределенный во времени синергический эффект, ради которого и совершалась сделка.

Если же стоимость интегрированного бизнеса не будет превышать общую стоимость объединенных элементов, собственники предпочтут, чтобы такая интегрированная бизнес-структура была ликвидирована, а ее части проданы.

Таким образом, можно сделать вывод, что концепция управления, основанного на стоимости, позволяет существенно повысить эффективность использования таких широко распространенных инструментов управления, как стратегическое планирование, слияния и поглощения, стратегии роста (по результатам опроса Management Tools and Trends, 2009 входят в число 20 самых распространенных инструментов менеджмента<sup>3</sup>).

В России понятие "стоимость предприятия" появилось в период становления российского фондового рынка в середине 1990-х гг. в качестве прямого перевода английского слова "value" - "цена, затраты". В связи с этим у многих российских предпринимателей и менеджеров словосочетание "стоимость бизнеса" рождает устойчивую ассоциацию с затратами. До сих пор лишь незначительная часть собственников и руководителей четко представляют себе, как можно использовать эту категорию для поиска оптимальных решений по управлению компанией. Практика принятия управленческих решений, направленных на максимизацию стоимости компании, преимущественно пронизана инерцией бухгалтерского видения. Внедрение стоимостного подхода к управлению бизнесом осложняется также тем, что руководители или собственники компании пытаются использовать одну и ту же стоимостную оценку для решения принципиально разных проблем. Достаточно типична ситуация, когда топ-менеджеры компании одну и ту же оценку предполагают использовать для переоценки основных фондов предприятия, оценки имущества, вносимого в качестве вклада в уставный капитал, и для принятия решения о реструктурировании компании.

В целом, стоимостной подход к управлению в России пока не получил широкого распространения. В значительной степени это обусловлено спецификой российской финансовой системы, основной характеристикой которой является сращивание менеджеров с собственниками: в результате приватизации именно директорат советских предприятий получил значительные пакеты акций, что позволяет им до сих пор занимать свои должности, а инвесторы, вкладывающие средства в создание нового бизнеса, предпочитают сами им и руководить, чтобы не потерять контроль над использованием капитала. Стремление собственников сохранить прямой контроль над бизнесом обусловлено главным образом низкой культурой предпринимательской деятельности и значительным недоверием собственников к наемным менеджерам. Однако неуклонный рост коли-

чества публичных компаний позволяет прогнозировать существенный рост интереса к использованию этого инструмента управления. Внедрение этого инструмента в практику менеджмента российских компаний позволит повысить качество принимаемых управленческих решений и создать основу для построения эффективных механизмов взаимодействия между собственниками и наемными менеджерами.

---

<sup>1</sup> Федеральный стандарт оценки № 2 “Цель оценки и виды стоимости”. Утв. Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 255. П. 6.

<sup>2</sup> Федеральный стандарт оценки № 2 “Цель оценки и виды стоимости”. Утв. Приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 г. № 255. П. 8.

<sup>3</sup> Милов Г., Гончарова О., Авшалумова Р. Обоюдоострое оружие // Ведомости. 2009. 15 апр.

*Поступила в редакцию 25.04.2009 г.*